

证券市场监管的文献综述

□ 黄宗福

(厦门大学 经济学院 福建 厦门 361005)

摘要 :证券市场监管的有效性和规范性是证券市场有序和稳定发展的基础,而现实中我国证券市场的监管存在“一松就乱,一紧就死”的两难困境,因此,针对我国证券市场监管的理论研究具有重要的现实意义。本文主要对证券市场监管领域相关研究文献和成果进行综述,以期在之前学者研究成果的基础上对我国证券市场的监管问题进行进一步探讨。

关键词 :证券市场 ;监管 ;文献综述

Abstract: Efficient regulation is guarantee of a well developed security market, while in our country, the regulation does not play an accountable role. So it is in a great significance to do theoretical research on the regulation of China's security market. This paper mainly reviews the related research literatures and conclusions, trying to construct a foundation of further research.

Keywords: Security market; Regulation; Literature review

一、证券市场监管的主要理论

从大类上讲,证券市场监管属于经济监管的一种,因此,关于证券市场监管的基础理论主要源于经济监管相关研究成果。在所有关于监管问题的经济理论中,有四种观点相对成熟也较为流行,它们分别是:公共利益论、俘获论、监管经济学和法律的不完备性理论。需要说明的一点是,虽然上述理论关于监管问题的研究和讨论已经取得了相当大的成就,形成了一系列的理论和观点。但迄今为止,每一种理论或观点都只是从某一个方面对监管问题进行研究,并无法对包括金融和证券领域在内的各种形式的监管进行完善的描述和解释。

1. 公共利益论 (Public Interest Theory)

“公共利益论”在很长一段时期内被经济学家们普遍接受并被视为有关监管的正统理论。该理论认为,监管的目的是政府为了消除市场失灵,通过提高资源配置效率,增进社会福利,并假定政府专一的追求这一目标。该理论观点是建立在以下两个假设基础上:第一,市场本身是脆弱的和有缺陷的^①,如果让市场单独发挥作用,将会使得资源配置缺乏效率;第二,政府是有效的,其干预行为可以提高市场的运作效率。公共利益论正是通过分析政府在市场机制运行过程中缺乏效率时能够做些什么而产生的。

公共利益论是最早出现的监管理论,它从市场失灵的原因和后果出发论述了监管存在的理由,可能的监管范围和监管的总体目标。它认为市场失灵自然而然的形成监管的需求,通过监管可以消除市场失灵所带来的价格扭曲,从而弥补市场机制在资源配置过程中的效率损失。可以说,公共利益论是目前关于监管方面

的一个较为成熟和规范的理论。但是,它无法说明这种监管的需求是如何转化为监管实际的,也无法说明为什么监管者会背离初衷而与监管者形成相互依赖的关系。更重要的是,根据公共利益论,监管应该集中在容易引起垄断或垄断程度较高,外部性较大以及信息高度不对称的行业,但实证研究结果却表明一个行业是否被监管与上述几点并没有很强的相关关系。

2. 俘获论

20世纪70年代中后期,尽管公共利益的观点仍然是监管理论的主流,但是,“监管者是否做到了它应该做的却越来越引起人们的怀疑”。^②经济学家们开始把注意力从研究“市场失灵”转向决策的具体过程,尤其是公共政策的制订过程,并在此基础上产生了一种新的监管理论——俘获论。该理论认为,随着时间的推移,监管机构会逐渐为监管对象支配,监管者会越来越迁就监管者的利益而不是保护所谓的“公共利益”。

监管俘获理论反映了“公共决策的局限性”,即真正作出决策的只是少数人,出于“理性人”利益最大化的考虑,其决策必将倾向于某些阶层或集团的偏好和利益,在貌似平等的民主制度下,最终决策结果可能被少数规则制定者操纵。^③

俘获论是继公共利益论后形成的又一个关于监管的理论,它从监管机构本身的行为出发,比较完整地论述了监管产生和发展的过程。它的积极意义在于将人们的注意力从以往的仅仅从经济学理论出发对监管进行研究,转向对监管者实际行动和动机的考察,探讨究竟是什么原因导致了对监管的需求。但是它不能说明监管的供给如何产生以及什么原因导致监管机构行为的变异,也不能说明为什么实际中监管往往为产业部门而不是被其他利益集团所控制。与公共利益论相比,俘获论更多体现为实证研究结论,系统性相对不足。

3. 监管经济学

监管理论的最新发展是所谓的“监管经济学”(或称监管新论)监管经济学是在公共利益论和俘获论的基础上发展起来的,它既保留了公共利益论关于市场失灵的假设,也利用了俘获论关于监管需求原因的观点。它将经济学中的供求理论引入监管,论述了监管的供给是如何产生的,监管的供给与需求之间又是如何相互作用的。它可以解释哪些人可以通过监管获得好处,哪些人将承担监管的成本,监管将以何种形式实施,以及监管对资源配置的影响。该理论认为既然市场机制会产生失灵,而监管不过是市场中由政府提供的一种产品,它也是通过市场机制来发挥作用的,不可避免的也会产生失灵,其中主要的失灵就是监管所带来的高额成本和对竞争条件的破坏,这种失灵被称为“政府

失灵”。由于“政府失灵”的存在,就不能通过政府监管去解决所有由市场失灵带来的问题,因此,监管并不是一种简单和包治百病的万灵药。

但近些年来实证研究结果表明,监管经济学理论对某些经济现实同样是缺乏解释力的。如旨在保护消费者的产品安全或旨在改善环境的某些监管并不是利益集团压力的结果,其成本由现有厂商承担,而利益广泛分散到社会公众,并且公众与这些监管的引入并没有多大的关联。

4. 法律的不完备性理论

法律的不完备性理论是由伦敦经济学院的许成钢教授和美国哥伦比亚大学法学院的皮尔斯在2002年正式提出的。法律的不完备性是指法律不可能实现最优设计,也就是说立法者不可能将所有可能的行为都考虑到,并将所有可能的有害行为都用明确的量刑或标准加以限制。因此,在实际中,法律不论设计得多么精细,总有法律条文不能直接处理的案例存在。

法律的不完备性理论指出,引入监管者只能在法律不完备情况明显的领域才有必要。更进一步,在逻辑上,引入监管尚需要有两个具体条件:第一个条件是对导致损害结果的行为类型要能有所预期和把握,以使监管者能够制定合适的监管内容,以及为监管者确定合适的权限。第二个条件是预期到的损害程度要足够高。如果预期到的损害程度低,事后立法和被动式执法的约束则是可以容忍的。

许成钢和皮尔斯(2002)认为,金融市场(尤其是证券市场)的情况较为符合以上引入监管所需的条件,在金融市场引入监管所产生的利益可以弥补由此带来的成本。以股票市场为例,“如果仅仅是几个股东在进行欺骗,这不会削弱金融市场的发展能力。但是,如果股票市场欺诈过于普遍,就会削弱投资者对证券市场的信心从而损害经济”;“金融市场的法律历史证明,市场参与者确实诡计多端,他们策划的那些欺诈投资者的阴谋,已再三被证明超出有法律能力所及。试图仅仅依靠提高法律的完备性对这类行为进行阻吓,已证明是不成功的,因为法律总是滞后于新的市场发展,包括滞后于那些欺骗投资者的新方法。立法者仅仅依靠制定更完备的法律,是无法预防未来的损害行为的,最终不得不让位于监管者的出现——监管者最早以证券交易所形式出现,后来又以政府监管者形式出现。”^③

与监管经济学相比,法律的不完备性理论关注到了监管者的一些关键职能和特征。例如,监管者主动性执法和持续性立法的特征及其在法律制度框架中特殊的作用。因此,法律的不完备性理论能很好地解释为什么行政监管在有的领域(产品市场和劳动力市场)出现放松或走向衰弱,而在另外的领域里却在巩固和加强。

二、近年来国内外证券监管研究成果回顾

有关证券市场监管的研究,国外的文献大多分散在金融监管和其他一般监管研究之中,西方管制经济学一般以普通产业领域中的公共管制为研究对象,很少专门针对证券市场中的政府管制进行阐述。已有的证券监管研究往往倾向于考察某一具

体的证券监管制度并就此进行细致研究,其他的研究角度则多是在法学范畴中探讨相关的各项证券法律法规。这主要是由于在自由竞争的市场经济国家,政府管制在证券领域被看成是对市场机制的一种替代所导致的。

我国对证券市场监管的研究是与证券市场本身的发展同步的。近年来,随着我国证券市场的建立并且进一步完善,我国学者对证券市场监管进行了广泛的研究。从研究方法来看,主要是运用定性分析、比较分析、成本收益分析以及博弈论等分析方法。从研究的内容来看,主要包括了以下几个方面:

1. 关于证券市场监管法律制度建设的研究

彭宇文(2003)就我国证券监管的法治化追求作了探讨,认为随着中国加入WTO和市场化进程的加快,中国证券监管面临的机遇和挑战也越来越大,应对的一个重要思路就是,必须不断追求法治化。王年捷、孙影(2005)对我国证券市场监管现状及问题进行了分析,并且认为行政监管的局限性、我国证监会的性质和证券市场的特点、司法的内在价值决定了司法监管的必要性。他们认为,必须加强立法,加强司法审查监督,完善民事诉讼赔偿机制。徐丽(2006)对我国目前证券市场监管的法律制度缺乏配套性及有效的衔接,行政手段过于刚性,监管手段偏于政策化等问题进行研究,认为我国证券市场监管的目标模式是在建立一整套完善的证券监管法律的基础上,在单一证券监管机构集中、统一的监管下,充分发挥自律组织的作用,形成政府监管与市场自律协调运行,各司其责的监管体系。陈宇(2006)认为强化依法行政的意识,提高防范行政诉讼风险的能力,是近年来中国证监会监管系统愈显紧迫的任务与课题。

2. 关于证券市场监管基本理论的研究

张文(2004)通过翻译Michael Taylor的文章,详细介绍了1998年5月28日国际证券事务委员会(IOSCO)发布的《证券监管的目标和原则》中关于证券监管的三大目标和三十条原则。在评估监管机构效率的标准上,《目标和原则》为新兴市场和发达市场的监管者均提出了应当达到的最佳实践标准,并且还还为新兴市场监管者提供了与国内相关各方特别是和政府谈判的筹码。陈凌(2004)运用公共选择理论找出我国证券监管不力的症结所在,为管理层提高证券监管效率,给投资者营造公平、高效的投资环境提供一个新思路。刘春彦、黄运成(2006)详细介绍了法律不完备理论,并且根据该理论的思想得出了应该重新审视我国证券市场法制建设以及监管制度的启示。

3. 关于证券市场监管国际比较及借鉴的研究

刘晶、冯国滨(2003)、奚勇(2003)从证券市场监管的内容与方式等方面系统分析和比较了典型的证券市场监管体制模式的不同特征,还对我国如何完善该制度提出了建议。胡志勇、李惠(2003)鉴于国内证券市场与香港证券市场参与主体的相似性,以中小投资者保护理论为出发点,对香港证券市场的监管特征进行了分析,并针对国内证券市场的监管状况,提出了借鉴香港证券市场监管经验的具体建议。

4. 关于我国监管体制、模式及现状的研究

关于这一类定性分析的文献很多,如曹凤岐、徐文石(1998)、沃田(2000)、袁旭峰(2003)、高建宁(2005)、李昊(2005)等的研究,它们大多从分析我国监管体制的现状和存在的问题入手,提出一些具体的改革措施和模式设计。

5. 关于证券监管的博弈论分析

主要分为以下几个研究角度:

①静态的完全信息非合作博弈。陈蓉(2002)提出了博弈的悖论,通过分析模型指出我国证券市场应采取的措施。蒋宏峰(2003)、唐伦飞、龙应贵(2002)通过分析静态博弈的纯策略均衡与混合策略均衡,提出加强证券监管不仅要加大对违法操作投资者的惩罚力度,更要对监管者的监督实行有效的激励——约束机制。陶虎(2006)提出加大对市场参与者违法行为的惩罚和监管者渎职的惩罚以及高薪养廉设想是减少腐败,提高证券监管效率的有效途径。

②信号博弈。这是动态不完全信息博弈的一种。靳明(2000)具体分析了业绩操纵行为在我国证券市场存在的原因、危害,并提出了要提高监管有效性的对策与建议。林祥雨(2003)进一步的提出了完善证券市场的监管措施。

③三方主体动态博弈。张启奎、刘知强(2005)通过对委托人、会计师事务所、中小投资者三方博弈假设,构造三方博弈,分析了三方博弈均衡。为会计监管、审计监管模式提供理论参考。还有王朋(2005)研究了政府监管者、机构投资者、个人投资者为主体的三方动态博弈,说明了动态博弈优化的实现应该通过主体之间的互动逐步使得制度成为各方博弈认同的共同理念。

此外,还有一些学者从其他角度对证券市场监管进行了分析。例如张育军(2003)、陶虎(2003)、何问陶、路志刚(2005)分析了中国证券市场监管的效率问题;张关心(2005)、邱永红(2006)探讨了证券监管国际协作问题;郭晔(2004)指出了在“有限理性”和行为金融学、新制度经济学的监管哲学前提下制度的内生性,讨论了证券监管制度今后的内生性方向与途径,提供了一个对证券监管制度的新视角。□

注释:

①市场运行的无效率或低效率可能来自自然垄断(Natural Monopoly)、外部性(Externality)和信息不对称(Asymmetric Information)。

②S. Peltzman, 1976, "Toward a more General Theory of Regulation", Journal of Law & Economics, Volume 19.

③S. Peltzman, "Towards a More General Theory of Regulation", Journal of Law Economics, Vol. 19, PP. 211 - 240, 1976.

④参见许成钢、皮尔斯:《不完备法律(上)》,载于《比较》第3期,第127—128页,中信出版社,2002年版。

参考文献:

[1] 王年捷、孙影. 论司法介入证券市场监管的必要性及完善[J]. 经济论坛, 2005, (22).

[2] 徐丽. 我国证券市场监管的法律思考[J]. 管理科学文摘, 2006, (01).

[3] 丁小巍、汪毅. 再论我国证券监管法律体系的完善[J]. 政法学刊, 2005, (04).

[4] 邵亚良. 证券监管与执法ADR模式探讨[J]. 证券市场导报, 2005, (12).

[5] 彭宇文. 中国证券监管的法治化追求[J]. 西藏大学学报, 2003, (01).

[6] 陈宇. 证券监管中行政诉讼风险防范的法律思考[J]. 证券市场导报, 2006, (06).

[7] Michael Taylor, 张文译. IOSCO《证券监管目标和原则》述评[J]. 证券市场导报, 2004, (08).

[8] 刘春彦、黄运成. 不完备法律理论及对我国证券市场监管的启示[J]. 河北法学, 2006, (09).

[9] 陈凌. 从公共选择理论看如何改进我国证券监管体制[J]. 企业经济, 2004, (07).

[10] 刘晶、冯国滨. 发达国家证券市场监管体制比较与我国证券市场监管[J]. 计划与市场探讨, 2003, (08).

[11] 陈杨. 证券市场监管制度的国际比较及启示[J]. 立信会计高等专科学校学报, 2003, (07).

[12] 龚勇. 证券监管的国际比较及对我国的启示[D]. 2003.

[13] 马磊. 证券市场监管: 比较与借鉴[J]. 理论学刊, 2005, (11).

[14] 刘春彦、黄运成. 美国监管制度选择及对我国证券市场监管的启示[J]. 中国金融, 2005, (12).

[15] 胡志勇、李惠. 香港证券市场监管经验对发展国内证券市场的启示[J]. 南方金融, 2003, (08).

[16] 袁旭峰. 中国证券市场监管的现状和对策建议[J]. 改革与战略, 2003, (02).

[17] 高建宁. 我国证券监管的制度变迁与模式选择[J]. 经济体制改革, 2005, (05).

[18] 张锐. 我国证券监管的现状与改革思路[J]. 曲靖师范学院学报, 2001, (05).

[19] 沃田. 论我国证券市场的监管体制[J]. 同济大学学报(社会科学版), 2000, (02).

[20] 曹凤岐、徐文石. 我国证券市场监管研究[J]. 财经问题研究, 1998, (05).

[21] 李昊. 中国证券市场监管模式创新研究[J]. 南开经济研究, 2005, (02).

[22] 何问陶、路志刚. 证券市场监管效率研究[J]. 北京交通大学学报(社会科学版), 2005, (12).

[23] 张育军. 中国证券市场监管能力和监管效率分析[J]. 证券市场导报, 2003, (07).

[24] 陶虎. 中国证券监管制度效率分析[D]. 2003.

[25] 邱永红. WTO框架下国际证券监管的合作与协调[J]. 湖北经济学院学报, 2006, (07).

[26] 张关心. 我国证券监管国际协作存在的问题及对策建议[J]. 特区经济, 2005, (07).

[27] 郭晔. 中国证券监管制度的换位思考[J]. 经济科学, 2004, (03).

作者简介: 黄宗福, 1954年生, 男, 福建古田人, 厦门大学经济学院博士生。